

## Tăng Tỷ Trọng

Giá mục tiêu	38,000 VNĐ
Giá đóng cửa	30,950 VNĐ
5/19/2017	

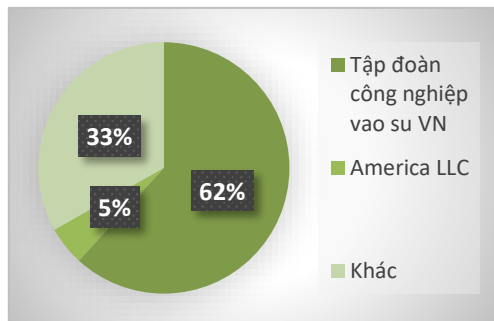
**Phạm Văn Tuấn**  
(+84-8) 5413 5472

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	TRC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	300
CP đang lưu hành (triệu)	29.125
Vốn hóa (tỷ đồng)	848.933
Biên độ 52 tuần (đồng)	21,000 ~ 31,000
KLGD trung bình 3 tháng	136,810
Beta	0.62
Sở hữu nước ngoài	6.83%
Ngày niêm yết đầu tiên	17/07/2007

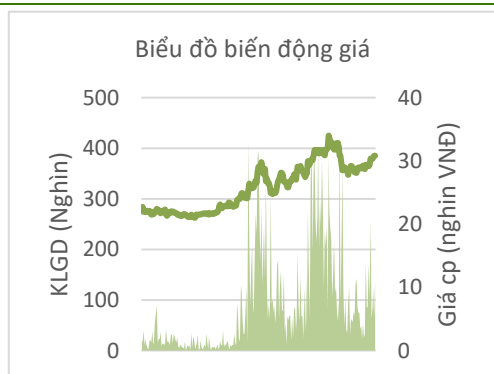
### Cổ đông lớn

Tập đoàn Công Nghiệp cao su Việt Nam	61.8%
America LLC	5.01%
Khác	33.19%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
TRC	-1.12%	10%	40%
VN-Index	3%	9.75%	17.4%



## Triển vọng tích cực từ việc giá cao su phục hồi và mở rộng quy mô sản xuất trong tương lai

### Kết quả kinh doanh Q1/2017 và dự báo KQKD 2017

Doanh thu Q1/2017 của TRC đạt mức 85,813 tỷ đồng tăng 64% so với năm 2015 qua đó giúp cho mức lợi nhuận sau thuế tăng gấp 4 lần từ mức 8.5 tỷ đồng Q1/2015 lên 34.4 tỷ vào Q1/2016. Nguyên nhân chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của TRC so với cùng kỳ năm trước là do giá cao su thế giới đã trở nên khởi sắc sau chuỗi thời gian giảm liên tục và góp phần trực tiếp ảnh hưởng lên giá bán cao su trong nước. Kết thúc Q1/2017, sản lượng thu hoạch mủ chỉ tăng nhẹ ở mức 1.5% qoq nhưng nhờ vào giá cao su tăng mạnh lên mức 49.23 triệu đồng/ tấn ( +54% qoq ) đã giúp cho doanh thu của TRC tăng trưởng mạnh mẽ.

Trong Q1/2017, TRC đã đẩy mạnh sản lượng khai thác nhờ việc giá cao su tăng liên tiếp vào đầu năm 2017. Tổng sản lượng mủ cao su thu hoạch từ 3 nông trường Gò Dầu, Cầu Khởi, Bến Củi đạt 1,711 tấn, vượt mức kế hoạch quý 25%. Trong đó sản lượng chế biến chủ yếu tập trung vào các sản phẩm chính của công ty bao gồm :mủ Latex (63,1%), mủ SVR10 (13,03%), mủ Skim (9,06%)...

### Cơ cấu chế biến mủ khai thác Q1/2017

TỔNG SỐ	SVR10	Latex	Skim	khác
1,640.319 tấn	213.734	1,035.109	148.534	242.942
100.00 %	13.03	63.10	9.06	14.81

(nguồn: TRC)

Theo kế hoạch, trong quý 2 này TRC đạt mục tiêu thu hoạch 1,600 tấn cao su. Tuy nhiên theo dự báo của chúng tôi, kế hoạch đặt ra ít nhiều sẽ bị ảnh hưởng bởi mùa mưa năm nay bắt đầu sớm gây cản trở cho việc khai thác và khả năng sẽ gây ảnh hưởng kéo dài tới Quý 3 năm nay. Tuy vậy khi bước vào mùa khô Quý 4, TRC sẽ đẩy mạnh khai thác bù đắp cho sản lượng thiếu hụt trong 2 quý giữa năm.

### Kế hoạch khai thác Q2/2017 (tấn)

Đơn vị	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Quý 2
Gò Dầu	89	207	237	533
Cầu Khởi	125	292	334	751
Bến Củi	52	123	141	316
Công ty	266	622	712	1,600

Dự báo doanh thu của TRC trong năm 2017 sẽ ở mức 420 tỷ (+20% yoy) với giá định giá bán mủ cao su sẽ ở quanh mức 39 triệu đồng / tấn ( thấp hơn so với Q1 khoảng 20% dựa vào quan điểm thận trọng do giá cao su còn nhiều biến động) và với sản lượng tiêu thụ do công ty đề ra là 10.900 tấn.

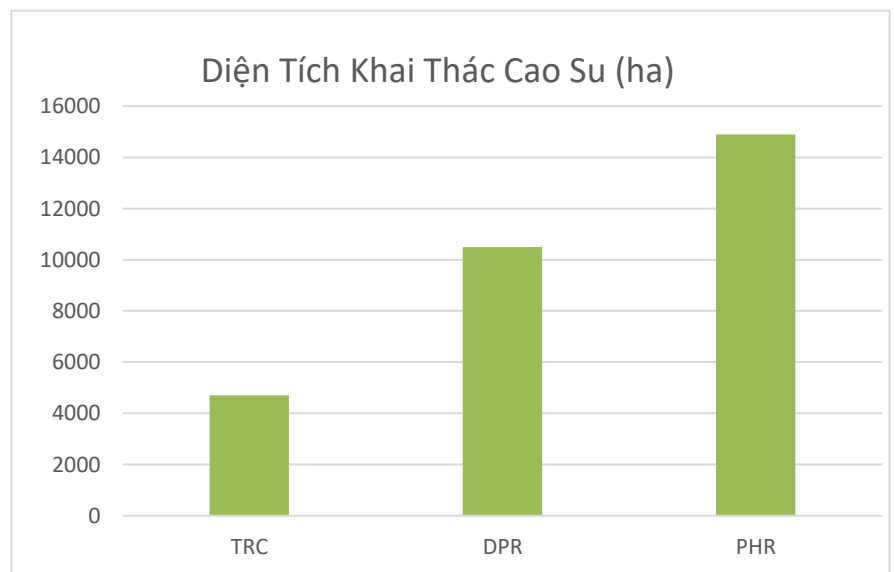
## Triển vọng kinh doanh năm 2017 và các năm tiếp theo

**Năm 2017 được dự đoán rằng giá cao su thế giới sẽ tiếp tục phục hồi** nhờ vào nhu cầu xăm lóp cho ngành sản xuất ô tô ở Trung Quốc có tín hiệu tích cực. Ngoài ra thị trường nhập khẩu cao su đứng thứ 2 thế giới là Mỹ cũng được hi vọng sẽ khởi sắc dưới chính sách phát triển kinh tế của tổng thống Mỹ Donald Trump. Giá cao su thế giới hiện tại đang ở mức 220 Yen/kg, tuy giảm so với mức 320 Yen/kg hồi đầu năm 2017 nhưng nhìn chung vẫn cao hơn mức đáy ở năm 2016 là 45%.

Các nguồn cung chính được cho là sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng để hỗ trợ đà phục hồi giá cao su. 3 nước xuất khẩu cao su chính của thế giới bao gồm Thái Lan, Malaysia và Indonesia nhiều khả năng sẽ tiếp tục thỏa thuận cắt giảm nguồn cung để hỗ trợ giá cao su trong thời gian tới.

Ngoài ra tình hình thời tiết khắc nghiệt do ảnh hưởng từ EL-Nino cũng khiến cho nguồn cung giảm mạnh trong 2016 và sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2017. Nguồn cung thiếu hụt cuối năm 2016 diễn ra do tình trạng mưa lũ kéo dài ở Thái Lan đã khiến cho sản lượng thu hoạch bị sụt giảm gây tác động trực tiếp tới giá cao su thế giới.

**Dự án cao su ở Campuchia đi vào hoạt động từ sau 2019** sẽ là động lực chính để TRC tiếp tục phát triển, đây là dự án có tổng diện tích trồng cao su hơn 6,000ha, giúp cho TRC tăng gấp đôi diện tích khai thác cao su từ năm 2019 và cho ra sản phẩm vào năm 2020. Dự án này đã được TRC bắt đầu thực hiện từ năm 2014 với tổng vốn đầu tư vào khoảng 1,300 tỷ đồng, dự án hiện đang trong quá trình kiến tạo vườn cây và dự tính sẽ đi vào khai thác từ năm 2019 do vậy chi phí khấu hao và quản lý cũng sẽ được tính toán vào cùng kỳ, doanh thu của vườn cây sẽ được ghi nhận bắt đầu từ năm 2020. TRC hiện có 3 nông trường cao su: Gò Dầu, Cầu Khởi và Bến Củi với tổng diện tích khai thác vào khoảng 4,700ha. So sánh quy mô với các công ty cổ phần cùng ngành trong tập đoàn Công Nghiệp cao su thì TRC vẫn còn khá nhỏ khi diện tích khai thác của cao su Phước Hòa (PHR), Cao su Đồng Phước (DPR) lần lượt là 14,900ha và 10,050ha. Dự án này sẽ giúp TRC nâng quy mô, cạnh tranh với các doanh nghiệp cùng ngành.



(nguồn: TRC, phs tổng hợp)

## Định giá & quan điểm đầu tư

### Phương pháp định giá FCFF

Bằng phương pháp chiết khấu FCFF, với WACC ước tính là 12.82%, chúng tôi xác định được giá trị hợp lý của TRC là 36,300VNĐ/cp.

	2017F	2018F	2019F	2020F
LNST	98,872	94,096	115,005	215,226
Lãi Vay Sau Thuế	740	1,009	1,060	1,558
Khấu hao	13,420	13,420	48,940	48,940
Thay đổi VLD	58,587	44,709	6,629	126,959
Chi TSCĐ	100,000	100,000	100,000	50,000
FCFF	(45,654)	(36,184)	58,376	88,764
WACC	12.82%			
kỳ chiết khấu	1	2	3	4
Hệ số chiết khấu	0.89	0.79	0.7	0.62
PV CF	(40,467)	(28,428)	40,653	54,791
PV Giá trị cuối cùng	980,164			
tổng PV CF	1,094,086			
CP lưu hành (triệu)	29.125			
Giá mỗi cổ phiếu	36,264 VNĐ			

(nguồn: PHS dự phóng)

### Phương pháp định giá FCFE

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu, giá 1 cổ phiếu TRC được xác định ở mức 39,747VNĐ/cp.

	2017	2018	2019	2020
FCFF	(45,654)	(36,184)	58,376	88,764
Lãi vay sau thuế	740	1,009	1,060	1,558
Vay ròng	(25,063)	116,902	(7,260)	100,593
FCFE	(81,878)	77,625	49,432	181,629
Chi phí vốn	14.18%			
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4
Hệ số chiết khấu	0.87	0.76	0.67	0.58
PV FCFE	(71,708)	59,538	33,204	106,850
PV Giá trị cuối cùng	910,860			
tổng PV CF	1,157,638			
CP lưu hành (triệu)	29.125			
Giá mỗi cổ phiếu	39,747VNĐ			

### Tổng hợp định giá

Với tỉ trọng phân bổ 50% cho mỗi phương pháp, giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới của cổ phiếu TRC là 38,000vnd/cp, cao hơn mức giá thị trường 22.7%. Khuyến nghị: gia tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu TRC.

Phương pháp	Tỉ trọng	Giá cổ phiếu
FCFF	50%	36,300 VNĐ
FCFE	50%	39,700 VNĐ
<b>Tổng</b>		<b>38,000 VNĐ</b>

### Rủi ro

Đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực khai thác cao su thiên, giá cả hàng hóa có tác động trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh, mà nguyên nhân chính đó chính là nhu cầu sử dụng cao su trên thế giới. Tuy giá cao su trên thế giới có tín hiệu khởi sắc vào đầu năm nhưng nhiều chuyên gia vẫn dự báo rằng tình trạng dư cung có khả năng sẽ tái diễn vào giữa năm và kéo dài do các nước xuất khẩu đứng đầu sẽ gia tăng sản lượng nhờ giá cao su phục hồi. Vì thế đây được coi là rủi ro lớn nhất đối với TRC.

Ngoài ra giá cao su thiên nhiên còn chịu tác động từ giá dầu thô cũng như đồng yên nhật. Việc giá dầu thô được dự báo sẽ giảm do nguồn cung dồi dào sẽ ảnh hưởng xấu đến đà hồi phục của giá cao su thiên nhiên. Cộng với tình hình kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn, nhiều nhà đầu tư quốc tế lựa chọn đồng Yên làm nơi trú ẩn an toàn, sẽ khiến cho đồng tiền này tăng giá cũng sẽ gây bất lợi cho giá cao su thiên nhiên,

Là doanh nghiệp khai thác còn phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết, nếu tình trạng thời tiết diễn ra bất thường sẽ gây bất lợi trong việc khai thác cao su hoặc làm giảm năng suất của cây trồng.

Tình hình dịch bệnh, cháy rừng, trộm củ của cây trồng cũng là vấn đề gây khó khăn trong việc gia tăng năng suất. TRC cần nâng cao công tác bảo vệ nông trường để giúp thúc đẩy khai thác hiệu quả.

Rủi ro về chất lượng nhân công chưa cao cũng khiến cho việc thu hoạch củ ko đạt được kết quả như mong muốn, công ty cần nâng cao tay nghề, bồi dưỡng nhân công chất lượng cao.

## Sơ lược về công ty

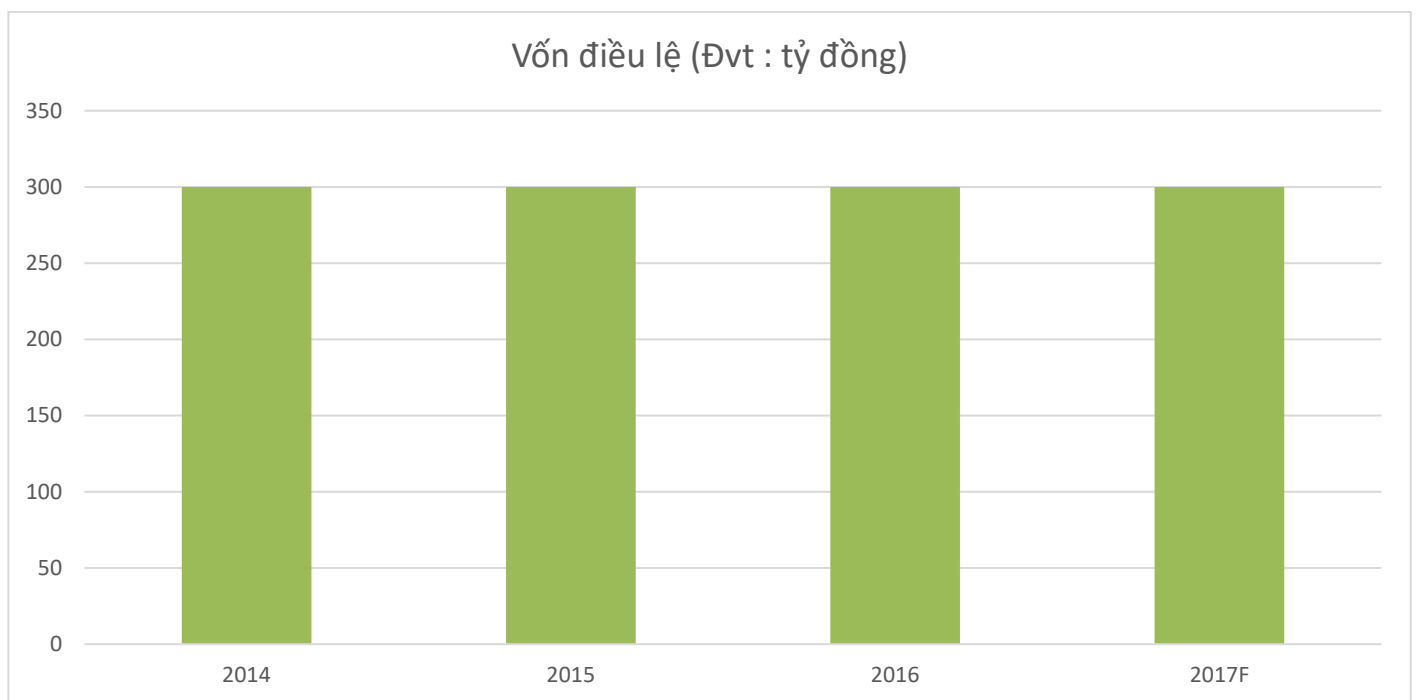
Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh tiền thân là đồn điền cao su của Pháp, tháng 04/1975 được cách mạng tiếp quản lấy tên là Nông Trường Quốc doanh Cao su Tây Ninh.

Năm 1981, Nông Trường được nâng cấp lên thành Công ty lấy tên là Công ty cao su Tây Ninh, là doanh nghiệp nhà nước.

28/12/2006, công ty chính thức chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh.

Vào ngày 17/07/2007, TTGDCK Tp. HCM đã cấp giấy phép niêm yết số 79/GPNY chấp thuận cho Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh được niêm yết cổ phiếu trên TTGDCK Tp.HCM.

## Quy trình tăng vốn của công ty



(Nguồn : TRC, PHS dự phóng)

## Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả KD	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Doanh Thu</b>	420	504	529	778
Giá vốn hàng bán	311	378	396	498
<b>Lợi nhuận gộp</b>	109	126	133	280
Chi phí bán hàng	3	4	4	6
Chi phí quản lý	28	33	34	51
<b>EBITDA</b>	77	63	119	222
Khấu hao	13	13	48	48
<b>EBIT</b>	63	49	70	173
Thu nhập tài chính	5	6	6	10
Chi phí tài chính	4	5	5	7
Lợi nhuận khác	42	50	52	77
<b>EBT</b>	112	106	130	259
Thuế TNDN	13	12	15	44
<b>Lợi nhuận ròng</b>	98	94	115	215
EPS	3,395	3,230	3,948	7,398
<b>Bảng cân đối</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tài sản ngắn hạn	397	484	502	720
Tiền và các khoản tương đương tiền	84	100	105	155
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu	216	260	273	401
Hàng tồn kho	76	98	97	124
Tài sản ngắn hạn khác	23	31	36	52
Tài sản dài hạn	1,383	1,489	1,541	1,608
Phải thu dài hạn				
Đầu tư tài chính dài hạn	138	170	183	268
Tài sản cố định	235	221	1372	1324
Xây dựng cơ bản	1,034	1,134	34	84
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1	1.2	1.3	1.9
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,781</b>	<b>1,974</b>	<b>2,044</b>	<b>2,392</b>
Nợ phải trả	270	414	414	588
Nợ ngắn hạn	123	263	265	433
Nợ dài hạn	147	150	148	124
Vốn chủ sở hữu	1,511	1,560	1,630	1,770
Vốn điều lệ	300	300	300	300
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1,781</b>	<b>1,974</b>	<b>2,044</b>	<b>2,329</b>

LCTT	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ kinh doanh</b>	<b>59</b>	<b>69</b>	<b>164</b>	<b>147</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư</b>	<b>(43)</b>	<b>(125)</b>	<b>(107)</b>	<b>(125)</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính</b>	<b>(67)</b>	<b>72</b>	<b>(51)</b>	<b>27</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(520)</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>49</b>
Tiền đầu kỳ	136	84	100	105
Tiền cuối kỳ	84	100	105	155
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Biên lợi nhuận gộp	26%	25%	25.2%	36%
Biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay	15.2%	9.8%	13.4%	22.3%
Biên lợi nhuận hoạt động	18.4%	12.5%	22.6%	28.6%
Biên lợi nhuận trước thuế	26.7%	21.2%	24.7%	33.3%
Biên lợi nhuận sau thuế	23.5%	18.7%	21.7%	27.6%
LN trên tài sản ( ROA)	5.6%	5%	5.7%	9.8%
LN trên vốn chủ ( ROE)	6.7%	6.1%	7.2%	12.7%
Thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC)	6%	5.4%	6.2%	10.7%
<b>Đòn bẩy tài chính</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Nợ/VCSH	0.1	0.17	0.16	0.2
Nợ/Tổng tài sản	0.08	0.13	0.13	0.15
tổng tài sản/ vốn CP	1.17	1.20	1.25	1.35
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Vòng xoay khoản phải thu	1.95	1.95	1.95	1.95
Số ngày khoản phải thu	187	187	187	187
Vòng xoay hàng tồn	4.08	3.83	4.07	3.9
Số ngày hàng tồn	89	95	89	91
Vòng xoay khoản phải trả	42	42	42	42
Số ngày phải trả	8	8	8	8
Chu kỳ kinh doanh	268	274	268	270
Hệ số xoay vòng tài sản ngắn hạn	1.1	1.1	1.1	1.3
Hệ số xoay vòng tài sản cố định	1.7	2.2	0.7	0.6
Hệ số xoay vòng tổng tài sản	0.2	0,2	0,2	0,3
<b>Thanh khoản</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Hệ số thanh khoản nhanh	2.61	1.46	1.53	1.37
Hệ số thanh khoản hiện hành	3.23	1.84	1.9	1.66

(nguồn : PHS dự phóng)

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỷ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

Fax: (84-8) 5 413 5472

Customer Service: (84-8) 5 411 8855

Call Center: (84-8) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P.

Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5478

Fax: (84-8) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam,

157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 3 820 8068

Fax: (84-8) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương,

Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh

Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-4) 6 250 9999

Fax: (84-4) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2,

364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (84-8) 3 813 2401

Fax: (84-8) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex,

19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (84-4) 3 933 4566

Fax: (84-4) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng

Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (84-31) 384 1810

Fax: (84-31) 384 1801